

4. Паламарчук В., Шегеда А. Теорія власності та формування ринкового механізму господарювання: проблеми і перспективи. — // Економіка. Фінанси. Право. — 2002, № 3.

5. Страк Д. Рекомбинированная собственность и рождение восточноевропейского капитализма. — // Вопросы экономики, 1996, № 6.

6. Тевенко Л. Множественность способов координации: равновесие и рациональность в сложном мире. // Вопросы экономики, 1997, № 10.

Стаття надійшла до редакції 03.02.2006

УДК 330 : 339.743

О. М. Мельник, д-р екон. наук, проф.,
КНЕУ

ОСОБЛИВОСТІ СУЧАСНИХ ТЕОРІЙ ВАЛЮТНОГО КУРСУ «ЗАПАСОВОГО» ТИПУ

У статті розглядаються різні теорії валютних курсів «запасового» типу, які почали набувати певної ваги з другої половини 60-х років минулого століття, коли стрімко почала зростати кількість валютних операцій, які не були пов'язані з обслуговуванням зовнішньоторговельних операцій. При цьому «запасові» теорії валютних курсів у статті поділені на два типи у відповідності до закладених у них підходів до аналізу валютних курсів: на монетарний і портфельний.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: валютний курс, валютні операції.

Якщо визначати причини приділення особливої уваги «запасовим» теоріям валютного курсу, то вони обумовлені тим, що у період після другої світової війни стрімко почала зростати величина валютних операцій, які не пов'язані зі здійсненням зовнішньоторговельних операцій. Врешті-решт це призвело до того, що нині на валютні операції, пов'язані з обслуговуванням зовнішньоторговельного обороту, припадає лише близько 5 % всього обсягу валютних операцій. А інші 95 % — це та частина валютних операцій, яка прямо не пов'язана з міжнародним рухом товарів та послуг.

За таких умов значення «потокового» підходу, коли валютний курс розглядається як відносна ціна ВВП та механізм врівноваження зовнішньоторговельних потоків товарів та послуг окремої країни, різко зменшується. В той же час значення «запасового» підходу, коли валютний курс розглядається як відносна ціна фінансових активів та механізм, який покликаний врівноважити

фактичний і бажаний обсяг активів, якими володіє кожен окремий суб'єкт економіки, що зацікавлений у максимізації власного доходу шляхом гри на очікуваних змінах величин різних валютних курсів чи на різниці національних відсоткових ставок; так от значення саме такого підходу до валютного курсу починає в умовах сучасної глобалізації стрімко зростати, що і обумовлює актуальність даного дослідження.

Метою даного дослідження є вивчення тих особливостей поведінки валютних курсів, які не отримали достатнього пояснення в рамках існуючих теорій валютних курсів.

Якщо говорити про сучасні теорії валютного курсу, то можна констатувати, що підходи, які були сформовані до 70-х років ХХ ст., коли панували фіксовані валютні курси, не тільки не відкидаються в сучасних умовах валютного плавання «через непридатність», а включаються в сучасні теоретичні конструкції. Це відноситься і до розробленої на початку ХХ ст. теорії паритету купівельної спроможності (ПКС), і до інших теорій.

Поділ на різні підходи до теорії валютного курсу здійснений виходячи з їх основної методологічної посилки, а саме чи проводиться аналіз у термінах «потоків» чи «запасів».

При «потоковому» підході валютний курс повинен врівноважувати потоки товарів та послуг у зовнішньоторговельній сфері¹. Відповідно рівноважний курс досягається при рівновазі торговельного балансу. У теорії «запасів» валютний курс покликаний врівноважити фактичний і бажаний обсяг активів. Очевидно, що в кожному з підходів валютний курс розуміється по-різному: у теорії «потоків» — як відносна ціна ВВП, у теорії «запасів» — як відносна ціна фінансових активів.

При цьому «запасова» теорія валютних курсів може бути підрозділена на чисто монетарний і портфельний підходи до аналізу валютних курсів. Різниця між цими підходами полягає у тому, що монетарний підхід включає у сферу свого розгляду лише такий фінансовий актив як гроші, а портфельний — вивчає вплив більшої кількості різних фінансових інструментів.

1.1. Монетарний підхід до вивчення валютного курсу

Монетарний підхід заснований на розумінні валютного курсу як відносної ціни національних грошей, вираженої в грошовій одиниці іншої країни. Виходячи з цього вважається, що валют-

¹ Більш докладно див. Мельник О. М. Особливості та розвиток теорій валютного курсу «потокового» типу. // Формування ринкової економіки. / Міжвідомчий науковий збірник. — Вип. 13. — К.: КНЕУ, 2005. — С. 9—15.

ний курс визначається, щонайменше приблизно, співвідношенням запасів грошей і попитом на ці запаси. Така досить проста передумова є вихідним пунктом двох близьких, але все-таки досить самостійних класів монетарних моделей формування валютного курсу.

Перший клас моделей представляє **валютний курс як функцію поточних запасів національних і закордонних грошей**, а також факторів, що визначають попит на гроші. Другий клас моделей, у більшій мірі, ніж перший, застосовується у теоретичному аналізі, а основну увагу приділяє **впливу на поточний валютний курс очікуваної динаміки пропозиції грошей**, а також **факторів, що визначають попит на гроші**.

Розглянемо обидва класи моделей по порядку.

Сутність різноманітних варіантів **монетарних моделей першого класу** може бути узагальнено описана в наступному вигляді¹:

$$e = m - m^* - (l(y, i, k) - l^*(y^*, i^*, k^*)), \quad (1)$$

де e — валютний курс (одиниць іноземної валюти в національній валюті), m — пропозиція грошей усередині країни, l — попит на гроші усередині країни, представлений як функція від доходу (y), внутрішньої процентної ставки (i) й інших факторів (k), $*$ — позначає змінні за кордоном. Усі змінні (e , m , l) виражені в логарифмах.

Моделі подібного виду докладно аналізуються в цілому ряді робіт. У деяких дослідженнях це рівняння виводиться з наступних передумов: 1) логарифм рівня внутрішніх цін (p) визначається з рівноваги на грошовому ринку, тобто $p = m - l(y, i, k)$; 2) аналогічним чином рівень закордонних цін (p^*) дорівнює співвідношенню попиту та пропозиції на закордонному грошовому ринку, тобто $p^* = m^* - l^*(y^*, i^*, k^*)$; 3) рівноважний валютний курс визначається відповідно до паритету купівельної спроможності як $e = p - p^*$ чи, використовуючи перші дві посилки, e визначається відповідно до рівняння (1).

Головні труднощі емпіричної перевірки монетарних моделей першого класу полягають у тому, що рівняння (1) недостатньо задовільно пояснює динаміку номінальних валютних курсів, якщо при цьому не враховувати зрушення в попиті на гроші, які важко пояснити за допомогою факторів, що традиційно входять у функцію попиту на гроші.

¹ Форма представлення запозичена у [6].

Іншим недоліком даного рівняння як моделі визначення валютного курсу є те, що в ньому в явному виді не відображена вирішальна роль очікувань у формуванні поточного валютного курсу. З рівняння (1) не випливає, чому зміни валютного курсу є випадковими і непередбачуваними, як це має місце в дійсності, а також чому нова інформація, що змінює очікування щодо майбутніх економічних умов (включаючи попит та пропозицію грошей), повинна приводити до подібних змін валютного курсу.

Останній недолік долається в **монетарних моделях другого класу**. Основним для визначення валютного курсу в моделях цього типу є умова рівноваги на грошовому ринку, описана в такий спосіб:

$$m = k + \zeta e - \eta De(e); \zeta - \eta > 0, \quad (2)$$

де m — пропозиція грошей усередині країни, e — валютний курс, k — всі екзогенні фактори, що впливають на попит на гроші (усі перемінні в логарифмах), $De(e)$ — очікуваний темп зміни валютного курсу, $De(e) = E(e(t+1); t) - e(t)$.

Рівняння (2) являє собою скорочену форму умови рівноваги, отриману з базової моделі рівноваги ринків товарів і фінансових активів. У цьому рівнянні параметр ζ характеризує всі механізми, за допомогою яких зростання валютного курсу викликає збільшення попиту на гроші усередині країни, а параметр η — механізми, за допомогою яких збільшення очікуваного темпу зміни валютного курсу впливає на попит на гроші.

Оскільки попит на внутрішні гроші залежить від очікуваного темпу зміни валютного курсу ($De(e)$), поточний рівноважний валютний курс залежить не тільки від поточних значень m і k , але й від очікуваного в наступному періоді валютного курсу.

Вважаючи, що очікування «раціональні», можна прийти до висновку про те, що валютний курс, очікуваний на будь-яку майбутню дату, є експоненціально зваженою сумою різниць між m та k .

Безсумнівно, що для повного аналізу змін валютного курсу за допомогою представленої моделі необхідно специфікувати у явному вигляді механізм формування очікувань відносно m і k , а також зміни цих очікувань. Варіантів такої специфікації в літературі дуже багато [1; 3; 4]. Однак, модель ясно показує, що динаміка валютного курсу залежить від динаміки пропозиції грошей, а також від інформації про цю динаміку і її механізми, що доступна учасникам ринку.

Серйозним недоліком пояснень фактичної динаміки валютного курсу за допомогою монетарних моделей є відсутність адекватно-

го виміру екзогенних факторів, що впливають на попит на гроші, і очікувань відносно майбутнього поведінки цих факторів.

1.2. Портфельний підхід

Портфельний підхід не обмежує ні числа, ні виду фінансових ринків, що беруть участь у формуванні валютного курсу. Проте, для скорочення числа ендегенних змінних до необхідного для проведення економетричного аналізу, приймається ряд вихідних посилок. Це гіпотези про заміщуваність різних фінансових активів, про швидкість вирівнювання фінансових і товарних ринків, про спеціалізацію і про «розмір» країни.

Сутність гіпотези про заміщуваність різних фінансових активів полягає у тому, що коли два види активів цілком взаємозаміштовані, то їхня відносна ціна — величина постійна, з чого випливає, що вони можуть розглядатися як однорідний актив. Відповідно скорочується число фінансових ринків, які розглядаються у моделі.

Аналогічний ефект має прийняття посилки про спеціалізацію, у рамках якої виділяються активи, важливі для економіки країни. Однією з розповсюджених посилок такого роду є припущення про те, що резиденти не тримають своїх касових залишків в іноземній валюті. Спеціалізація іншого роду полягає в тому, що визначені види активів обертаються тільки на внутрішньому ринку. Аналогічною і дуже розповсюдженою посилкою є посилка про обмеження на товари, вироблені країною. Часто припускається, що країна й інший світ виробляють і торгують кожен лише своїм одним (агрегованим) товаром, одним з наслідків чого є відсутність виробництва своїх «внутрішніх» товарів, аналогічних тим, що виробляються за кордоном.

Посилки про швидкість вирівнювання ринків, чи відновлення ринкової рівноваги, в основному представлені у наступній формі. Усі фінансові ринки (при даному рівні запасів) або вирівнюються одночасно з товарними ринками, залишаючи ціни рухливими, а національний дохід фіксованим на рівні повної зайнятості, або зміни на фінансових ринках супроводжуються короткостроковою фіксованістю товарних цін внаслідок уповільненого вирівнювання товарних ринків. В останньому випадку дохід стає змінною величиною.

Нарешті, посилка «малої» країни дозволяє скоротити практично вдвічі число ендегенних змінних, за винятком валютного курсу. Для «малої» країни, ринки якої в основному визначаються факторами, що формуються у світовій економіці, іноземні змінні стають екзогенними, оскільки мала країна не може, за визначенням на них впливати.

Розглянемо базисну модель «чистої» теорії фінансових активів, під якою розуміється ізольований розгляд фінансових ринків у рамках загальної моделі рівноваги. Основою для побудови цієї моделі є той факт, що фактична динаміка валютних курсів дуже близька до динаміки «цін» на фінансові активи, торгівля якими здійснюється на високоорганізованих ринках.

В узагальненому виді цей загальний підхід може бути представлений простою теоретичною моделлю наступного виду:

$$e(t) = X(t) + aE((e(t+1) - e(t)); t), \quad (3)$$

де $E((e(t+1) - e(t)); t)$ означає темп зміни валютного курсу в період часу між t і $t+1$, очікуваний на основі інформації, що наявна у момент часу t . Змінна $X(t)$ представляє базові умови попиту та пропозиції на валютному ринку в момент часу t . Основна ідея рівняння (3) полягає у тому, що на рівноважний у момент часу t валютний курс впливають не тільки фактори, що визначають попит та пропозицію на валютному ринку, але й очікуваний темп зміни валютного курсу, що спонукає учасників ринку переміщати активи в ту чи іншу валюту залежно від очікуваної зміни величини курсу.

Найважливішим досягненням цього підходу є трактування валютного курсу як відносної ціни фінансового активу. З цього безпосередньо випливають деякі пояснення, якими можна обґрунтувати ряд закономірностей та особливостей динаміки валютних курсів.

По-перше, значну частоту і розмах коливань валютних курсів. Будучи відносною ціною фінансових активів, валютний курс дуже швидко реагує на фактичні і, що ще важливіше, майбутні зміни господарських умов будь-якого роду. Оскільки визначальним фактором для валютного курсу є запаси активів, то фінансовий ринок, сприймаючи зміни, у тому числі в реальному секторі економіки, впливає і на оцінку майбутньої цінності активів. При високій мобільності капіталів це негайно відбивається на поведінці валютних курсів.

При цьому портфельний підхід добре пояснює, що поточні коливання валютних курсів перевищують коливання фундаментальних факторів тому, що через фінансові активи на курси валют передаються очікування майбутніх змін фундаментальних факторів.

По-друге, кореляція, що спостерігається між динамікою спотових і форвардних курсів. Якщо вважати, що курси на касовому ринку покликані насамперед врівноважити поточні потоки това-

рів і послуг, а форвардні формуються в умовах невизначеності й у будь-якому випадку в розрахунку на майбутні зміни, то подібного дуже значного збігу як по напрямку, так і по розмірах бути не повинно.

У сучасних підходах формування очікувань ендогенізується і стає найважливішою частиною формування валютних курсів. Фінансові ринки, що мають справу і з довгостроковими активами, постійно проводять переоцінку їхньої майбутньої цінності відповідно до майбутніх змін, шляхом врахування змін в очікуваннях суб'єктів економіки. Маючи високий ступінь мобільності і визначальний вплив на поточний валютний курс, вони відразу переносять свої довгострокові очікування на курс валюти.

Залишається лише два «невеликих» питання — яким чином відбувається ревізія очікувань і наскільки точно фінансові ринки вловлюють майбутні зміни, чи наскільки раціональні їхні очікування?

Ні на одне з цих питань сучасні «портфельні» підходи до валютного курсу досить задовільної відповіді не дають. Поки ж одне не можна сказати впевнено, а саме, що теорія фінансових активів занадто мало уваги приділяє реальним факторам, що впливають на валютний курс, концентруючись виключно на фінансових активах (чи на грошах, що характерно для монетарного підходу). На перший погляд це не повинно бути серйозною перешкодою. Адже через механізм очікування фінансові ринки повинні вловлювати і відповідним чином переробляти всю інформацію, у тому числі про зміну реальних факторів. Але саме цього і не відбувається. Звідси як мінімум недостатнє врахування реальних факторів у механізмі очікувань.

Розгляд особливостей основних теорій валютного курсу «потокowego» типу дає змогу зробити такі висновки. По-перше, в основі всіх цих теорій лежить теза про те, що валютний курс є величиною, яка покликана врівноважувати фактичний і бажаний обсяг активів, якими володіє кожен окремий суб'єкт економіки, що зацікавлений у максимізації власного доходу шляхом гри на очікуваних змінах величин різних валютних курсів чи на різниці національних відсоткових ставок; так от значення саме такого підходу до валютного курсу починає в умовах сучасної глобалізації стрімко зростати.

По-друге, в основі появи «запасових» теорій валютного курсу лежали ті зміни, які відбувались у світовому господарстві та у валютно-фінансових відносинах в умовах інтернаціоналізації та глобалізації.

По-третє, наявні на сьогоднішній день «запасові» теорії валютних курсів, пояснюючи окремі особливості поведінки валютних курсів у сучасних умовах, не можуть пояснити всіх особливості змін валютних курсів у межах однієї спільної теорії.

Література

1. Ачаркан В. В. Валютные курсы в экономике современного капитализма. — М.: Международные отношения, 1986. — 176 с.
2. Балацкий Е. Факторы формирования валютных курсов: плюрализм моделей, теорий и концепций. // МЭ и МО, 2003, № 1. — С. 46—58.
3. Ершов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). — М.: Экономика, 2000. — 319 с.
4. Филатов И. В. Концепции «открытой экономики»: интернационализация и макроэкономическая политика государства. — М.: Наука, 1991. — 142 с.
5. Dornbusch R., Krugman P. Flexible exchange rates in the short run. // Brookings Pap. Econ. Activ. 1976. № 3 — P. 542—548.
6. Mussa M. The theory of exchange rate determination // Exchange rate theory and practice. P. 13—58.

Стаття надійшла до редакції 19.01.2006

УДК 331.5.024.5

О. О. Беляев, д-р. екон. наук, проф.,
В. М. Сукноваленко, канд. екон. наук, доц.

РЕГУЛЮЮЧІ ПАРАМЕТРИ РИНКУ ПРАЦІ ТА ЇХ РОЛЬ У ВІДТВОРЕННІ РОБОЧОЇ СИЛИ

Автори дослідили стан ринку праці України, сформовану модель економічної людини і зосередили увагу на регулюючих параметрах, серед яких бюджетні підйоми, ефект мультиплікатора, закон А. Оукена.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: безробіття, ринок праці, робоча сила.

Відомо, що зміст поняття «бідність» визначається сумою рівнів інфляції в країні (15 % за даними МВФ у 2005 р.) та безробіття (7 % за даними МОП і 30 %, враховуючи українські реалії щодо зайнятих у тіньовому секторі, вимушених працювати неповний робочий тиждень і, власне тих, хто отримує заробітну плату